
我国产业投资基金的特征、问题与对策

郑联盛 夏诗园 葛佳俐

(中国社会科学院金融研究所 ,北京 100028)

(审计署审计科研所 ,北京 100086)

(国投创丰投资管理有限公司 ,上海 200030)

摘要:我国产业投资基金主要有创业基金、政府性产业基金和 PPP 基金等模式,并以有限合伙制为主导组织模式。经过萌芽发展、平稳发展和高速发展三个阶段,产业投资基金现已成为我国金融体系的重要支撑力量,为创新创业、新兴产业培育、经济结构转型等提供了重要金融支持,并形成一种产融结合的新范式。目前,我国产业投资基金表现为政府主导性强、民营资本参与少、政策引导功能较弱、项目融资属性较强等特征,基金运作中存在资产荒、融资难、收益率低、债务压力大及功能异化等问题,并引发地方政府性资产膨胀、隐性债务增加及与金融体系关联复杂化等风险。未来需要厘清边界、强化引导、重在市场、依托产业、把控底线,以实现我国产业投资基金的长期稳健发展。

关键词:产业投资基金;功能异化;金融风险

中图分类号:F283

文献标识码:A

文章编号:1007-7685(2020)01-0081-12

DOI: 10.16528/j.cnki.22-1054/f.202001081

作为产融结合和股权投资的新兴模式,产业投资基金在过去几年已迅速发展成为我国金融体系、地方经济发展和产业结构调整的重要支撑力量。产业投资基金又称产业基金,是一种对未上市企业进行股权投资和提供经营管理服务的利益共享、风险共担的集合投资制度,一般是通过向较多投资者发行基金份额设立基金公司,由基金公司自任基金管理人或另行委托基金管理人管理基金资产,以从事创业投资、企业重组投资和基础设施等投资的一种产融结合范式。产业投资基金的健康发展有利于深化投融资体制改革,有利于培育和发展战略性新兴产业,有利于促进产业结构升级和经济结构调整。^[1]过去四五年是我国产业投资基金尤其是政府性产业投资基金膨胀式发展的时期,出现了公司制、有限合伙制、契约制等组织形态,以及我国特有的创业基金、政府性产业投资基金和政府与社会资本合作(Public-Private Partnership, PPP)基金等业务模式。截至2018年9月末,国内产业投资基金的募集目标规模高达12万亿元,已经募集完成的产业投资基金数量为454只,募集规模总计为2.11万亿元。^①虽然我国产业投资基金发展迅速,但仍存在政府主导性强、民营资本参与较少、政策引导功能较弱、项目融资属性较强等问题,同时在基金运作、制度安排及潜在金融风险防范等领域仍面临诸多挑战。随着地方政府债务管理强化、资产管理新规深化及2019年《政府投资条例》的实施,如何理性认识产业投资基金的内涵、

作者简介:郑联盛,中国社会科学院金融研究所副研究员;夏诗园,审计署审计科研所助理研究员;葛佳俐,国投创丰投资管理有限公司风控总监。

注:本文是国家社会科学基金青年项目“去杠杆进程中地方政府债务管控研究”(编号:19CJY054)和国家社会科学基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(编号:15AJY017)的成果。

^① 除非特别说明,本文的数据均来自彭博(Bloomberg),彭博数据库显示基础数据来源为私募通。

发展及目标,如何厘清产业投资基金与地方政府债务、产业结构优化的关系,如何利用产业投资基金的市场化运作和引导功能以促进产业创新、结构优化和高质量转型发展,成为重要的议题。

一、我国产业投资基金的发展状况

20世纪90年代末以来,我国产业投资基金经历约20年的发展历程。总体看,我国产业投资基金发展可分为三个阶段:第一阶段是20世纪90年代末至2008年国际金融危机发生之前,是我国产业投资基金发展的萌芽期,产业投资基金整体处于探索发展阶段。第二阶段是2008年国际金融危机爆发至2013年,产业投资基金经历政府引导、市场主导双驱动的平稳发展期。上海、杭州、北京、武汉、广州、西安、天津、深圳等地纷纷成立了政府产业发展引导基金,大多采用市场化的方式进行,取得了较好的投资效益,发挥了产业促进功能。第三阶段是2014年至今,是政府主导型产业投资基金高速发展期。

(一) 产业投资基金数量和规模不断增加

2014年《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》颁布,2015年国务院下发《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》并设立400亿元新兴产业创投引导基金,加上各地急剧扩大的融资、建设及发展需求,产业投资基金成为地方政府履行事权的一种新工具。2014年后,具有显性或隐性政府担保、复杂多重关联性、融资功能的大型产业投资基金和PPP基金膨胀式发展起来。2015年和2016年产业投资基金设立数量分别增加到444只和569只。(见图1)2018年以来,产业投资基金作为地方政府或相关基础设施项目等融资的一种重要方式,受到较为严格的规范化要求,进入一个较为平稳的规范发展阶段。

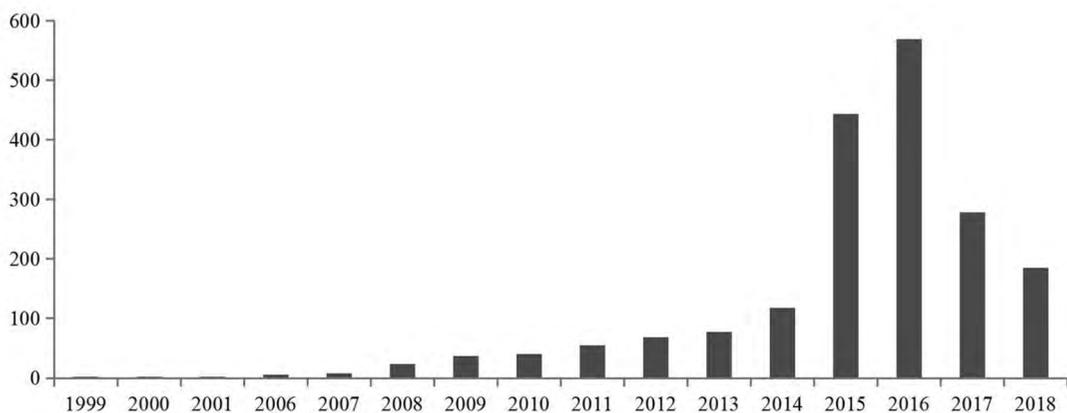


图1 1999—2018年产业投资基金设立数量(单位:只)

资料来源:私募通、Bloomberg。2018年数据截至9月末。

截至2018年9月末,国内产业投资基金总量为1996只,募集目标规模为11.7万亿元。^①本文选用其中1229只作为样本,根据其类型主要分为创业基金、政府性产业基金和PPP基金。三类基金募集目标规模分别为9905.47亿元、84687.4亿元和21306.95亿元,占比分别为8.5%、73.1%和18.3%。^②产业投资基金的募集主要通过分期方式进行。截至2018年9月末,已募集完成的基金数量为454只,其中422只披露了募集规模,总计2.11万亿元,平均每只约50亿元。首期募集完成但未完成整个募集

^① 这里是指募集目标规模,而非募集完成规模。数据来源为彭博资讯的私募通。截止时间为2018年9月末的主要原因在于产业投资基金统计相对滞后。

^② 本文根据未分类基金名称、基金备案资料、基金管理公司和(或)出资人信息对其余700余只基金进行补充完善相关分类。但仍有45家基金尚无法进行明确分类。分类的补充完善主要是影响创业基金、产业基金和PPP基金的数量和规模,而对其他项目则基本没有影响。

目标的基金数量为 1325 只,其中 1021 只披露募集目标,总额为 8.95 万亿元。正在募集且未完成首期的基金数量为 214 只,其中 132 只披露募集目标,总计为 6388 亿元。

(二) 有限合伙制成为产业投资基金的主导组织形式

产业投资基金的分类和相应业务模式没有统一的标准。按照产业投资基金设置目标差异,大致可分为产业投资母基金、产业投资引导基金、行业性或主题性产业投资基金三种。^[2]经过多年实践,我国产业投资基金已发展出有限合伙制和公司制两种重要组织形式。据统计,在私募通公布的 1996 只产业投资基金中,以有限合伙制设立的基金数量为 1687 家,公司制为 216 家,信托制仅有 1 家,另外 92 家未披露组织形式的相关信息。可见,无论是基金数量,还是募资规模,有限合伙制都已成为产业投资基金发展的主导组织形式。

在我国产业投资基金的组织形式中,有限合伙制成为主导组织形式的主要原因与有限合伙制的优势紧密相关。第一,有限合伙制可规避双重计税,相对于公司制而言税负压力较小,投资人更加具有投资动力。第二,有限合伙制可发挥有限合伙人资金募集便利优势。有限合伙人承担有限责任,一般合伙人承担无限责任,为有限合伙人提供相对“安全”的保障。同时,资金募集采取认缴制对有限合伙人资金占用较少,这些都利于基金的募集。第三,一般合伙人在基金“募、投、管、退”等方面具有专业能力,同时拥有公共关系等资源优势。第四,有限合伙制由一般合伙人承担主要的运作管理职责和无限责任,一般合伙人可以保持相对强势,这有利于缓释外部力量对基金运作的直接干预程度。

(三) 产业投资基金主要有三种基本模式

从业务模式看,我国产业投资基金主要包括创业基金、政府性产业基金及 PPP(政府和社会资本伙伴关系)基金三种基本模式。

1. 创业基金。创业基金可分为政府主导型创业基金和市场型股权及产业投资基金等,前者主要是践行政府“双创”政策而广泛设立的政府创新创业引导基金,是目前创业基金的主导力量。随着私募投资基金监管改革,与英美国家风险投资基金、私募股权投资基金相类似的中国市场型股权及产业投资基金发展进入高速期,成为创业基金领域中重要的参与者。截至 2018 年 9 月末,创业基金数量为 512 家,募资完成及披露募资目标规模合计约为 1 万亿元。由于政府是创业基金的重要参与者,这使创业基金平均募资目标亦超过 25 亿元,远高于英美国家的创业投资基金规模。

2. 政府性产业投资基金。政府性产业投资基金主要是政府主导或参与设立的各类产业发展、转型、升级的投资基金,这里的政府性产业投资基金是一个广义概念,只要有政府出资或提供显性或隐性担保就可称为政府性产业投资基金。^①截至 2018 年 9 月末,政府性产业投资基金约为 1280 家,募资目标规模约 8.47 万亿元,平均募资目标超过 80 亿元。

这里需要重点明确的是,政府性产业投资基金不等同于政府投资基金和政府出资产业投资基金。政府投资基金和政府出资产业投资基金均有明确的法律界定。财政部出台的《政府投资基金暂行管理办法》中规定,政府投资基金是指由各级政府通过预算安排,以单独出资或与社会资本共同出资设立,采用股权投资等市场化方式,引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节,支持相关产业和领域发展的资金。其中,政府出资是指财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金。政府投资基金属于政府性产业投资基金,但是,反之是不成立的,二者的差异就是被广泛热议的政府隐性债务及其在产业投资基金中体现的问题。2016 年,国家发展和改革委员会发布《政府出资产业投资基金管理暂行办法》,对政府出资产业投资基金进行了界定,即指有政府出资,主

^① 由于我国将“双创”提升到国家战略高度,在进行统计时对创业基金进行单列。产业投资引导基金、母基金与创业基金设立时存在差异性,但在实际运行中产业引导基金与创业基金的投资项目可能有相似之处,如产业引导基金亦可以投资创业企业初期的股权。

要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金,其中政府出资来源为预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其他财政性资金。可见,财政部发文中的政府投资基金与国家发改委发文中的政府出资产业投资基金的规定和资金来源等均有一定差异。

3. PPP 基金。PPP 基金不仅是传统的股权投资,而且还可能提供债权、担保、咨询及其他专业服务,主要功能是融资支持。如,新疆 PPP 政府引导基金、甘肃省公路基金、湖北交通建设产业基金等均完成首期募集,募集目标都超过 1000 亿元。截至 2018 年 9 月末,PPP 基金数量为 159 只,募集目标为 2.13 万亿元,由于主要支持大型基础设施、轨道交通、重大项目等融资,PPP 基金的平均募资目标高达 155 亿元。

二、我国产业投资基金的优势

我国产业投资基金在短短的四五年时间内募集目标从年度千亿元飙升至年度三四万亿元,可见在国内市场的受欢迎程度。其在促进创新创业、战略性新兴产业培育、产业升级、项目投融资及产融结合等方面具有较为显著的优势,呈现出与中国国情紧密结合的四个特征。

(一) 产业投资基金可有效缓释地方财政资金和项目投资的资金缺口,拓宽大型项目或产业发展的融资渠道

2014 年 10 月,国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》,强化了地方政府债务管理,地方政府财政压力增大,基础设施投资、产业转型升级等资金支持面临巨大缺口。鼓励创新创业、公私合作、产业转型升级和战略性新兴产业发展等政策的出台,使产业投资基金成为一种金融支持实体经济发展的新模式,而融资功能则是产业投资基金膨胀式发展的基础动力。即使是 2017—2018 年的金融监管强化过程中,金融监管部门仍然对正规的产业投资基金持支持态度。

(二) 产业投资基金可发挥杠杆效应,增强财政资金的引导功能

产业投资基金在缓解财政资金压力、推动战略性新兴产业定位与引导、加速产业集群集聚、促进多样化资金利用、加快官产学研融合及加强产业发展金融支持体系建设等方面起到重要的支撑作用。如,部分产业投资基金通过控股、参股与合作等方式形成“融资—投资—运营”等新产业投资控股机制,不断深化产融结合,有序发挥杠杆作用,有效促进产业结构升级。截至 2018 年底,浙江省政府性产业基金规模达 1495.6 亿元,撬动社会资本 1.177 万亿元,杠杆放大效应约 8 倍。^[3]

(三) 产业投资基金能有效发挥专业团队的管理优势,实现项目运作和产业发展的专业化服务

专业化运作更有利于认识新兴产业发展方向、挖掘产业发展核心要素、培育高附加值产业环节,促进产业发展要素集聚。甚至在农业部门,通过产业投资基金的引导,也可部分弥补农业中长期融资能力弱、结构调整难度大等问题。^[4]

三、我国产业投资基金的重要特征

过去四五年是我国产业投资基金的跨越式发展阶段,特别是 2015—2016 年是爆炸式发展时期,呈现出以下两个重要趋势:一是发展速度快。2013 年,我国政府性产业投资基金募集数为 77 只,募集目标规模约为 1080 亿元,2016 年则膨胀至 569 家,募集目标规模高达 3.78 万亿元。二是募集规模大。以色列和澳大利亚产业投资基金的出资额大致是 1 亿~2 亿美元,而我国产业投资基金出资低则数亿元,高则数千亿元。结合 2014 年以来我国产业投资基金发展的基本状况、趋势及运行情况,发现我国产业投资基金与国外产业投资基金存在较大的差异,呈现出与中国国情紧密结合的四个特征。

(一) 政府主导性强,政府出资成硬担保

我国的产业投资基金与 PPP、政府购买公共服务、国企投资、银行贷款等相关联,可大大拓宽地方政府项目或平台融资的渠道及规模,地方政府设立产业投资基金的积极性高,这使我国产业投资基金的政府主导性也很强。我国地方政府参与产业投资基金主要有两种方式:一是直接参与,以财政性资金出资为支撑、以政府投资基金或政府出资产业投资基金为主要方式;二是间接参与,以各种方式特别是地方

平台公司参与产业投资基金。无论是创业基金、政府性产业投资基金还是 PPP 基金,政府的主导性都十分显著甚至不可替代,导致当前我国政府基金管理模式与市场化基金发展模式存在显著的体制差异。^[5]政府投资基金中的政府出资成为产业基金的“硬担保”,甚至政策性成为本质性定位。^[6]由于产业引导基金的政府出资可纳入政府预算,这成为吸引社会资本的一个硬担保或一种“缓冲垫”,也是地方能够变相融资的一个“法宝”。

政府主导性还体现在对基金运作的影响或干预上。从政府内部看,政府主导型产业投资基金的管理权分散在财政部门和各行业主管部门。这不仅使产业投资基金处于多头交叉管理的境遇,也大幅降低了政府部门对基金的管理效率。如,政府官员直接进入投委会或政府委派观察员进入投委会,政府通过联席会议对通过投委会的项目进行把关,基金管理机构与行业主管部门有直接隶属关系等,部分政府对产业投资基金事前、事中和事后进行“全流程”管理。2016年,在国家审计署抽查的235只产业投资基金中,由政府部门直接指定基金管理公司的占52%,由政府直接指定或委派高管的占44%。^[7]

(二) 国企参与较为深入,民营资本相对保守

各地政府引导基金或产业投资基金大部分都有国有企业的深度参与。这可能与国家发改委鼓励国有企业作为社会资本参与 PPP 有关,同时也与各地产业投资基金注重投资项目或融资目标相关。截至2018年9月末,我国募集目标规模最大的10家基金全部是政府或国企主导,10家基金募集目标额度为2.18万亿元。民营企业在产业投资基金领域参与较少,尤其是出资规模相对较小,这主要与近几年民营企业经营难及融资难有关。另外,民营企业在公司治理层面较为顾忌自身权益是否能够得到真正落实,因而参与产业投资基金的积极性不高。

(三) 股权投资少,项目融资多

我国大多数产业投资基金是通过政府与社会资本(主要是国有企业)设立项目公司实现,而不是通过投资现有创业型、创新型和科技型企业股权实现股权投资功能。产业基金逐步成为“项目母基金”,这与诸多产业投资基金及 PPP 基金的项目融资功能相关。即使是股权投资,部分投资也有可能是“伪股权投资”。部分地方政府通过设立基金或相关平台,将地方的金融资产或相关金融机构的股权划入基金或相关平台,基金异化为地方金融资产或其他资产的“控股公司”。同时,产业投资基金的设立、运作、投资和管理主要服务于地方基础设施、园区建设、大型工程或部分企业的项目融资需求,呈现出显著的项目化特征。

(四) 投资功能强,引导功能弱

产业投资基金引导功能相对弱化,逐步转化为项目、产业“投资”或政府融资渠道。部分产业引导基金或投资基金被异化为地方政府投融资的新渠道。如,中国 PPP 基金在其功能定位上明确指出了融资功能,即“主要通过股权、债权、担保等方式,为纳入国民经济和社会发展规划、基础设施和公共服务领域专项规划以及党中央、国务院确定的其他重大项目中的 PPP 项目提供融资支持”。部分地方政府认为这是一种规范的投融资渠道,通过多种渠道甚至迂回方式做大产业投资基金,并作为重要的融资新方式。但在实际运行过程中,其投融资功能被强化,而产业引导功能则被弱化甚至被扭曲。地方政府较为积极地参与产业投资基金,主要是看中产业投资基金可成为地方项目融资的一种方式,并且可以将国有企业等资源同步引入。

四、我国产业投资基金面临的问题

作为金融体系的重要组成部分,产业投资基金在解决企业资金短缺、促进产融结合、拓宽产业渠道、推动创新创业等方面发挥了积极作用。我国产业投资基金发展速度很快,但与发达国家相比,起步相对较晚,尚未形成完备的顶层设计,相关法律制度不完善,基金运作缺乏长期经验积累,基金管理市场化和专业化水平较低等问题,导致产业投资基金发展粗放,投资收益偏低,基金运作过程中存在诸多风险隐

患,显著影响长期股权投资、资本市场、产融结合及产业优化升级等可持续发展。

(一) 产业投资基金制度尚不明晰

1. 对于基金法律归属问题,不同部门的界定有所差异。地方政府在产业投资基金实践中存在较大疑惑的首要法律问题是,国家发改委界定的政府出资产业投资基金是否等同于财政部规定的政府投资基金。这其中有两方面差异:一是关于基金定义问题。国家发改委明确政府出资产业投资基金是指由政府出资,主要投资于非公开交易企业的股权投资基金和创业投资基金。^[8]财政部关于政府投资基金的界定是指由各级政府通过预算安排,以单独出资或与社会资本共同出资设立,采用股权投资等市场化方式,引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节,支持相关产业和领域发展的资金。^[9]国家发改委的定义包括政府出资、非公开交易企业股权^①及两种基金类型等三个要素,而财政部重点明确预算安排、出资方式、股权投资和投资目标等要求,对于非公开交易企业股权、基金类型等并没有明确要求。二是关于政府出资问题。国家发改委指出,政府出资的资金来源包括财政预算内投资、中央和地方各类专项建设基金及其他财政资金。财政部明确政府出资是指财政部门通过一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算等安排的资金。可见,同样都是政府出资,两个部门的表述却不同。在实践中,各地对于国家发改委和财政部的界定存疑,比如二者是否存在明确的区别、核心的区别体现在何处、如果没有区别中央政府为何不能出台统一的规范文件。

2. 基金设立程序中政府主导型产业投资基金设立的可行性审查标准不明确。财政部规定政府投资基金由本级政府批准。国家发改委则以政府出资规模50亿元为限,分别由国家发改委或地方发改部门负责材料完备性和产业政策符合性审查;50亿元人民币(或等值外币)以下超过一定规模的县、市地方政府或所属部门、直属机构出资,由省级发改部门负责材料完备性和产业政策符合性审查。在现实操作中,各地对于是否要提交发改部门审查存在疑惑,部分地方甚至将所有项目都提交发改部门审查以规避制度风险。但可确定的是,完备性和符合性审查的本意绝对不是针对所有项目的,明确、细化基金设立的可行性审查标准是主管部门和地方相关部门的重要职责。^[10]

3. 基金投向管理有待明确。财政部鼓励支持在创新创业、中小企业发展、产业转型升级和发展、基础设施和公共服务领域设立政府投资基金。而国家发改委要求政府出资产业投资基金主要投资在非基本公共服务、基础设施、住房保障、生态环境、区域发展、战略性新兴产业和先进制造业、创业创新七个领域。二者不仅需要明晰法律界定,还需明晰投资领域是否存在分歧,尤其是关于公共服务领域与非基本公共服务的具体界定。《政府投资条例》对于地方政府非经营性项目和经营性项目进行界定,同时对融资方式提出要求,其中社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目,以非经营性项目为主。在这个背景下,产业投资基金作为政府投资的一种方式,明确投资领域的必要性进一步提升。

4. 实践中的日常运作管理与相关要求不一致。国家发改委坚持市场化运作的同时,提出“国家发展改革委会同地方发展改革部门对政府出资产业投资基金业务活动实施事中事后管理”。而业务活动具体指什么、事中事后管理主要内容又是什么等问题并未明确。财政部亦规定政府“一般不参与基金日常管理业务”。但不少地方政府为了减少政策风险,则较大程度参与了产业投资基金的募集、投资、决策、投后管理等活动,部分地方政府官员成为产业投资基金投资决策委员会委员甚至主席。这在一定程度上是过度干预了产业投资基金管理机构的运作,过度使用了政府的职能。政府在产业投资基金的权力与责任边界在哪里,也需要进一步明确。如,国家发改委和财政部都要求政府在参与产业投资基金过程中仅能承担“有限责任”或不得承担“无限责任”,但部分地方政府仍采用各种形式的明股实债、兜底补足、刚性兑付、隐性担保等方式引进基金、项目、后续投资或贷款等,这增加了地方的隐性债务。这

^① 包括未上市企业股权和参与上市公司定向增发、并购重组和私有化等股权交易形成的股份。

种状况在 2018 年金融监管强化特别是资产管理统一功能化监管之后有所改善,但仍然存在。

(二) 产业投资基金运作面临五大难题

在短期膨胀式增长过程中,我国产业投资基金在运作过程中还面临很多问题,不仅给产业投资基金的长足发展带来风险,而且给创业创新、产融结合、结构优化、地方债务管理以及金融稳定等带来一定不确定性。总体看,产业投资基金运作面临资产荒、募资难、期限错配、商业可持续性差、异化风险五大难题。

1. 资产荒。在经济下行过程中,资产收益率持续下降,产业投资基金的资产负债匹配面临新难题,即“资产荒”,基金很难获得此前那样收益率高、风险较低的资产。很大一部分产业投资基金难以找到合适的投资项目,由于投资地域的比例限制,中西部产业投资基金的资产荒问题更为明显。资产荒使投资进度偏慢,形成大量闲置资金甚至是财政资金闲置,地方部分产业投资基金的资产逾 60% 是银行存款。^[11]

2. 募资难。2017 年以来,随着金融去杠杆、资产管理新规、地方政府债务管理及政府性产业基金监管强化等政策的实施,金融机构、非金融企业、有限合伙人等资金募集难度较大。产业投资基金较多采用有限合伙制,基金管理公司作为一般合伙人出资仅为 1%,政府财政资金一般出资 10%~30%,一般是财政资金优先到位,而社会资金到位情况并不理想。有限合伙制中有限合伙人的资金是认缴制,在没有投资项目落地前,合伙制的募集目标资金规模与实际到位资金规模的缺口巨大。目前,正在募集中或首期募集完成但尚未募资完毕的产业投资基金将面临日益显著的募资压力。

3. 期限错配。由于产业投资基金的资产配置主要是股权投资及大型项目,投资期限都较长,而资金来源相对短期,存在较为明显的期限错配。在资产质量下降、高质量新资产有限、募集资金难度加大的情况下,基金可能面临较为显著的现金流压力,可能存在潜在的流动性风险。在地方政府债务管理强化、产业投资基金管理规范化及投资项目投资回报率相对较低且现金流有限的情况下,特别是在 2015—2017 年爆发式增长期间,以大规模的债权性融资为支撑的产业投资基金面临更加显著的流动性压力。2018 年以来,部分产业投资基金的流动性管理压力更大,特别是以前以迂回方式募集的基金面临部分投资到期的现金流压力。

4. 商业可持续性差。产业投资基金募资难度高、成本高与收益偏低,形成经营性难题。产业投资基金理论上募集的是股权投资资金,但在现实操作上,明股实债、夹层基金(具有债权和股权双重特征)、兜底补足等十分盛行,使部分资金本质上是债权性融资。在现实运作中,产业投资基金的债权性募资财务成本较高,如 6%~12%。如果是股权性融资,股东资金来源大部分是通过市场募集而来,例如有限合伙制的有限合伙人资金基本是募集而来,成本可能比债权性融资更高。但产业投资基金尤其是政府主导型产业投资基金的回报率相对较低。据私募通统计,截至 2018 年 3 月,已经完成退出的 13 705 只私募基金中,其平均回报率为 6.48 倍,其中 57 只政府引导的产业投资基金平均回报率仅为 2.01 倍。在不考虑政府补贴或利益让渡的情况下,高成本和低收益将加大基金的流动性压力(特别是债权性融资)及长期的商业可持续问题,部分产业投资基金的收益率无法覆盖基金资金的财务成本。

5. 异化风险。在国内产业投资基金高速发展过程中,部分产业投资基金出现异化状况,主要体现为机构功能异化、投资本质异化和风险收益异化。

第一 机构功能异化。产业引导基金或 PPP 基金,原本是为了通过社会资本方的资源投入和与公共部门的资源整合实现多元要素融合。但在基金运作实践中,部分基金作为特殊目标主体(Special Purpose Vehicle, SPV)往往变相成为两种主体:一是地方政府的新融资主体,二是国有企业参与地方基础设施的新投资载体。

第二 投资本质异化,即股权融资异化为债权融资。随着机构功能扭曲,产业投资基金功能异化的另一个扭曲就是投资本质异化,典型表现是明股实债。明股实债作为一种债权融资工具,在投资方式上

不同于纯粹股权投资或债权投资,而是以股权方式投资于被投资企业,但以回购(投资本金的全额回购或加息回购)、第三方收购、对赌、定期分红等形式获得固定收益,与融资方约定投资本金远期有效退出和约定利息、固定收益的刚性实现为要件的投资方式。本质上具有刚性兑付的保本特征,系保本保收益的一种具体表现。2017年底以来,特别是2018年4月资产管理新规出台之后,名股实债被严格禁止,但仍有基金采用迂回方式进行“兜底”,具体方式和风险值得进一步关注与研究。

第三,风险收益异化。产业投资基金的实施主要是基于市场化原则实现多主体的风险与收益的匹配。在收益分配上,产业投资基金的主体基本能够实现市场化的金融收益权。如,银行贷款型的产业投资基金,银行是优先级投资人,其收益基本保障4%左右;夹层投资人的收益率一般要求6%~8%;次级投资人的收益率则相对更高。

上述三个异化最后将体现在风险承担机制上,即产业投资基金存在明显的非市场化机制及承担机制,最终可能导致地方政府隐性债务的提高及地方财政金融体系的风险累积。导致的结果:一是地方政府仍然以政策优惠来吸引产业投资基金的投资者及其相关的利益方,比如大型国有企业,而部分优惠政策是脱离地方发展和财政实际的。二是地方政府仍然需要通过或明或暗的担保来保障投资人的权益,尤其是优先级投资人及项目贷款人的权益。三是地方政府对部分项目的风险承担最后责任,部分基金参与方则将地方政府的最终责任承担作为合作的前提条件。最终导致产业投资基金仍然严重依赖财政资金,市场化资金到位情况较为不理性。虽有很多基金采用与社会资本合作的方式,但政府出资一般是及时到位的,而社会资金到位情况整体不佳,特别是合伙制产业基金的合伙人出资采用“认缴”方式,真正到位资金规模更小。

(三) 产业投资基金面临较大的关联风险

1. 政府性或政策性资产风险。政府性或政策性资产快速膨胀,资产收益率较为低下,可能引发经济金融资产负债表风险。截至2018年3季度末,政府性产业投资基金募集目标规模超过1000亿元的省(区、市)为13个。(见图2)部分地方政府以产业引导基金为名,联合国有企业和银行、信托等金融机构为基础设施、产业园区、产能扩张、新兴产业等融资,结果是政府性或政策性资产膨胀,明股实债盛行,地方政府、国有企业均处于加杠杆状态,经济效能下降。2018年我国国有企业净资产收益率为3.9%,其中地方国有企业净资产收益率仅为2.7%。^①部分产业投资基金支撑的政府性或政策性资产快速扩张,但由于成本收益不匹配,项目资产负债表可能难以持续,最后可能导致经济金融体系的资产负债表风险传染。

2. 地方政府隐性债务风险。产业投资基金作为财税改革的升级版、制度供给的新样本,通过发挥政府资金引导功能,吸引社会资金参与,具有放大财政资金杠杆的功能,是创新驱动的新引擎。但产业投资基金在放大财政资金杠杆作用的同时,较大程度低估地方政府的隐性债务压力。^[12]基金的优势是投资的项目无须反映在项目发起人的资产负债表上,从而使发起人的债务负担被大幅低估。产业投资基金在发挥财政资金“放大功能”的过程中,被部分地方政府用于隐匿真实的负债水平和资产负债表风险,如采用明股实债、设置兜底条款、以土地收入作为担保甚至采用各种抽屉协议以财政资金作为担保。有限合伙制基金可降低投资人的资金压力和政府出资的财政压力,但该模式亦可通过多种运作方式规避中央政府对地方政府债务监管的硬约束,如嵌套、跨界式投贷联动,这种嵌套、跨界操作大部分是影子

^① 财政部2019年1月21日发布2018年1—12月全国国有及国有控股企业经济运行情况表明:2018年国有企业利润总额为3.39万亿元,1—12月,同比增长12.9%;中央企业利润总额2.04万亿元,同比增长12.7%;地方国有企业利润总额为1.35万亿元,同比增长13.2%。1—12月,国有企业净资产收益率3.9%,增长0.1个百分点;中央企业为5.6%,增长0.2个百分点;地方国有企业为2.7%,增长0.1个百分点。

银行业务 本质上是隐藏了地方政府的隐性债务规模。从省级产业投资基金募集规模占财政收入(一般公共预算收入)的比例看,①中西部地区的比例整体偏高,超过50%的地区均为中西部省(区、市)。(见图3)如果再加上创业基金及PPP基金,产业基金募集目标对财政收入的比例将更高。对于地市级产业投资基金,有的地区该比例甚至超过10倍。广东河源、贵州安顺、辽宁盘锦、陕西铜川、广西贵港、贵州铜仁、福建宁德等产业基金募集目标规模占2017年财政收入的比重均超过5倍。假定部分基金采用明股实债方式募集,地方政府偿付压力是极其巨大的。

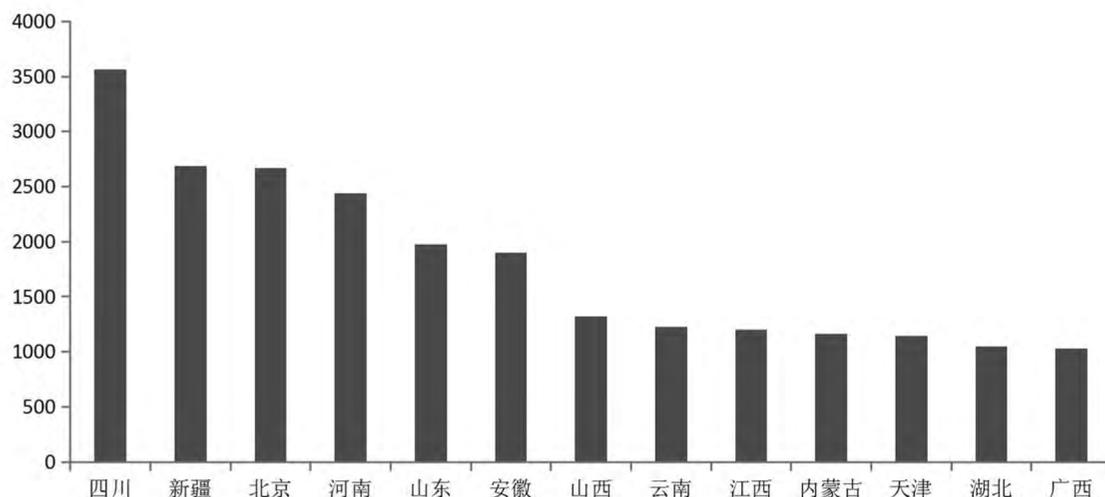


图2 2018年3季度末部分地区政府性产业投资基金募集目标(单位:亿元)

资料来源: Bloomberg, 作者计算。

资料来源: Bloomberg, 作者计算。

3. 金融体系内在关联性风险。产业投资基金运作涉及多元主体,可能引发复杂的金融体系内在关联性风险。从产业投资基金募集状况看,募集完毕的规模为2.11万亿元,首期募集完毕但整体募资未完成的基金募集目标为8.95万亿元,假定首期募集比例为20%,那么首期募集完毕的资金约1.79万亿元,二者之和为3.9万亿元。近4万亿元的资金主要是从金融机构获得,张晓慧的研究发现2016年中期存款类金融机构(银行为主)债券投资、股权投资及其他投资的资金运用占比超过25%,其中股权及其他投资资金占比从2014年初5.2%提高至2016年中的11.6%,或6.4个百分点,②产业投资基金就是其中的重要组成部分。^[13]在产业投资基金爆发式增长阶段,“投资+贷款”联动模式成为地方政府项目投融资的重要方式并十分盛行,特别是面向战略性新兴产业、地方基础设施项目及公共服务领域的产业投资基金在吸引银行贷款、填补融资缺口及扩大社会融资等起到重要的作用。^[14]但诸如投贷联动模式本质上是强化了股权投资和债权融资的内在关联性,如果风险管控不到位就形成较为显著的混业或跨界风险。此类投资基本是以资产管理计划等非标准资产出现,是典型的影子银行业务,但与银行“联动”极为紧密,同时还可能涉及地方政府、地方国企、信托、券商、基金甚至保险等子市场,容易引发内在关联性风险。^[15]2018年以来的地方政府债务管理和资产管理新规的重要目标就是对不规范的

① 作者在统计产业基金募集规模时,将省级政府主导的基金与地市级政府主导的基金分为两类进行统计,主要是为了考察两级政府各自的隐性债务及潜在的偿付压力。如,贵州省作为PPP和产业投资基金大省,省级政府主导的基金募集目标与财政收入之比并不大,但是,贵州省部分地市级政府主导的基金募集目标与财政收入之比较大。

② 原始数据来自wind数据库,结果为作者计算。

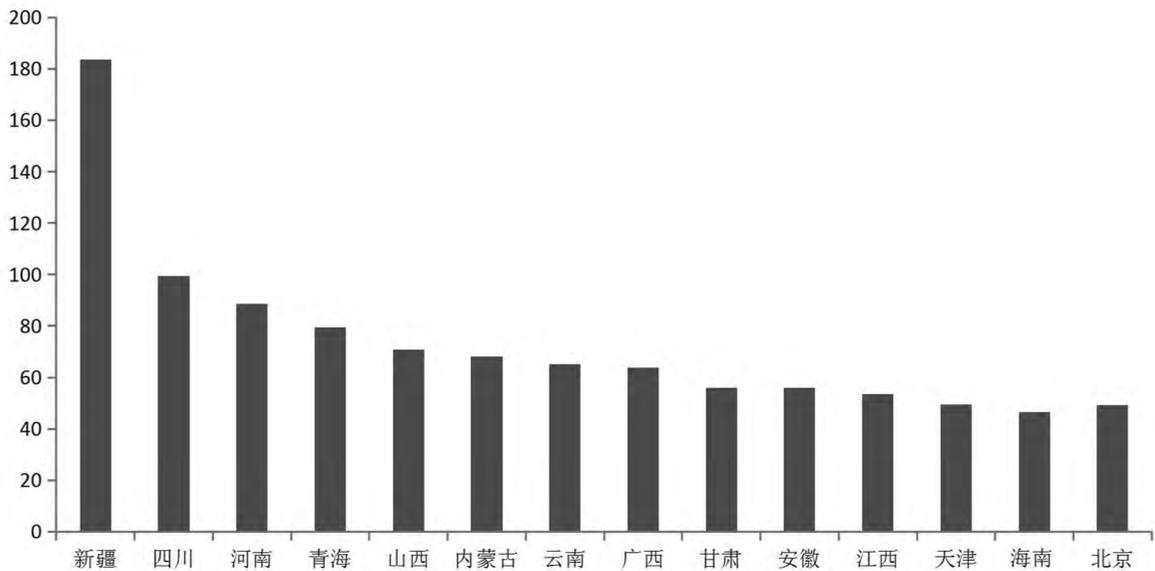


图3 部分地区省级政府性产业投资基金募集目标占2017年财政收入的比重(%)

产业投资基金进行整治,以降低产业投资基金与地方政府财政、银行、信托及其金融机构等的内在关联性,以降低系统性风险的威胁。从存款性金融机构对非存款性金融机构的债权规模看,银行与非银系统的关联性有所降低,包括产业投资基金、PPP项目和政府购买服务等非银融资较为困难,说明地方政府债务管理、资管新规及产业投资基金规范取得积极进展。

五、促进产业投资基金发展的政策建议

当前,我国产业投资基金规模巨大、关联性强,对创新创业、产业发展产生重要影响,但同时也呈现出野蛮生长、功能异化和风险持续累积等问题,虽然2018—2019年的规范整顿取得积极进展,但产业投资基金的稳健运行、规范运作和功能完善仍然任重道远。

(一) 深化产业投资基金的功能定位

1. 政府要发挥引导功能而非主导作用。政府功能再定位是产业投资基金功能定位的首要任务。一是产业引导重于资金支持。政府不仅是产业投资基金的资金提供者,更重要的是在促进相关产业转型升级、促进产业集群和集聚等方面发挥引导作用。二是尊重市场需求是政府政策的基础。成功的产业投资基金即使是政府产业引导基金都需兼顾政府产业政策和市场真实需求,以实现产业政策和金融资本在服务需求上的有效融合。^[16]三是“立好法、划好界、尽好职、服好务”是政府引导功能的基本体现,而不能直接主导产业投资基金运作,更不能直接掌控“募、投、管、退”等具体运作。

2. 不能将产业投资基金作为产业发展的核心融资渠道。产业投资基金的融资功能是有限的,不能将其作为地方政府或平台公司的主要融资渠道。由于股权投资风险高,国外产业投资基金融资规模非常有限,主要集中于新兴产业、初创公司等,不是产业发展和基础设施的主流融资模式。由于产业投资基金的标的资产以股权为主,资金投向以基础设施、公共服务、新兴产业为主,资产久期较长,期限错配和现金流管理难度非常大,以产业投资基金作为产业发展和基础设施的主导融资模式并不适合。政府对基金的减税、优惠、让利、补贴是辅助性的,也无法作为产业投资基金长续发展的支撑力量,市场竞争力和商业可持续而非优惠政策才是基金发展的基本法则。

3. 产业投资基金的运营要始终坚持市场化原则。产业投资基金的作用主要通过市场机制来发挥,其日常管理和投资运作一般主要依托专业性的投资机构,用市场化方式来实现运营,政府很少干涉基金实际管理人的经营和投资。最为强调政府角色的以色列YOZMA基金,最后是政府主动私有化该基金,

新加坡则是通过国际化、专业化的管理团队来弱化政府的潜在影响。目前,在我国产业投资基金尤其是政府出资的产业投资基金或政府投资基金中,政府对于基金运营参与过多甚至过度干预较普遍,这给政府职能定位、产业基金治理和股权投资运作都带来非市场化的约束。

4. 将要素融合和产业集聚作为产业投资基金的基础目标。产业投资基金本质上是产融结合,兼顾产业发展和金融资本的属性融合,最终实现要素集聚、产融结合、产业升级的目标。产业投资基金发展对于产业定位和产业布局具有战略意义,是结构转型的方向指引和决策基础。产业投资基金兼顾新兴产业发展和传统产业升级,需要考虑各地区的产业结构和资源禀赋,重在夯实各地经济发展的产业转型升级基础,以促进高质量转型发展。产业投资基金需要专业化、精细化和市场化运作为支撑,并不是所有地区、产业、项目都适合采用产业投资基金的方式来运作。因此,产业投资基金应致力于实现要素融合和产业集聚。

(二) 加强对产业投资基金的管理

1. 健全相关法律法规,避免多头管理。中央政府应进一步健全相关法律法规来促进产业投资基金的发展,国务院应协调相关部门厘清政府投资基金、政府出资产业投资基金及其他类型基金的内在关联性,并出台统一制度规范。相关管理部门应健全法律法规,强化引导功能,注重市场规律,有效防控风险,保障产业投资基金稳健运行,促进产业创新、结构升级和高质量发展。

2. 注重引导功能,避免项目化运作。产业投资基金功能再定位及回归投资基金本源有利于防范产业基金的功能异化。中央政府要重点考虑产业投资基金是否需要或能够承担基础设施、公共服务、住房保障、基础产业、区域融合等的引导功能,对产业投资基金的投向设置投资指南。在定位上,要明确产业投资基金是产业发展的基础性金融支持工具之一,主要体现政府在产业转型和结构升级方面释放的政策“信号”功能。

3. 强化产业属性,避免成为控股公司。政府应强化产业投资基金的产业属性,即与实体经济、经济结构和产业优化的内在关联性。各地要结合实际重点考虑基金投向,重点发挥其在产业要素集聚中的引导、放大和优化作用,出发点和落脚点都是产业优化、创新发展。防止出现以产业投资基金为名,以地方平台、国有企业等股权为标的,形成地方金融控股集团或异化的“母基金”,防止基金脱实向虚。

4. 秉承市场化原则,发挥市场主导性。市场化原则是产业投资基金可持续发展的基础,要进一步发挥市场在产业投资基金发展中的决定性和主导性作用。一是借鉴国际经验,发挥政府在基金出资、产业引导、制度完善及服务提供等方面基础功能。二是坚持市场化原则,通过基金管理人实现专业化运作,政府不能直接参与或干预基金日常运行。三是发挥市场的决定性作用,避免摊派政府机构、企业成为产业投资基金的实质管理人。四是基金管理人要承担市场化的风险分摊责任,不能将基金运作的失败和问题简单归咎于政府。

5. 深化金融监管,强化风险管控。应通过深化金融监管,完善产业投资基金登记与信息统计系统,健全产业投资基金功能监管制度,强化地方政府债务风险管控主体责任,使产业投资基金及投资回归产业升级、结构优化、创新驱动的本源,防止出现各种形式的伪基金,高度警惕产业和资本合而不融、风险外溢、功能异化、公司治理不规范和财务运作不稳健等风险,重点防范产业投资基金的资产负债表风险、地方政府隐性债务风险及金融体系内在关联性风险,确保产业投资基金稳健运行,实现产业结构升级和守住风险底线的有效平衡。

参考文献:

- [1] 陈菲琼,李飞,袁苏苏. 产业投资基金与产业结构调整: 机理与路径[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版), 2015(3): 56-67.
- [2] 郑联盛. 国外战略新兴产业投资基金的经验与启示[J]. 新金融, 2014(8): 58-61.
- [3] 陈一良. 浙江产业基金撬动作用明显[N]. 中国证券报, 2019-05-13.
- [4] 程百川. 农业产业基金: 发展背景与构建方案[J]. 金融市场研究, 2019(1): 57-68.

-
- [5]林赛燕,谢 宏.市场化背景下政府主导型投资基金的体制问题与发展路径[J].浙江金融,2014(10):21-24.
- [6]课题组.地方政府产业基金实践与问题解析[J].地方财政研究,2017(3):4-10.
- [7][11]王海龙,朱 杰,张昕婧.政府引导型产业投资基金面临的问题与对策[J].科技中国,2019(6):60-63.
- [8]国家发展和改革委员会.政府出资产业投资基金管理暂行办法(发改财金规[2016]2800号)[R].2016.
- [9]财政部.政府投资基金暂行管理办法(财预[2015]210号)[R].2015.
- [10]金香爱,李岩峰.政府产业投资基金法律规制路径探析[J].征信,2019(5):80-84.
- [12]钱巨炎.发挥政府产业基金杠杆作用撬动浙江经济转型升级[J].中国财政,2015(24):38-39.
- [13]张晓慧.我国社会融资规模与债券市场的相关性研究[J].现代管理科学,2017(9):36-38+45.
- [14]龚 澄,李运达.产业投资基金发展机遇与商业银行介入路径分析[J].国际金融,2015(12):25-30.
- [15]孟 艳.商业银行与政府引导基金的“联动”机遇[J].当代金融家,2016(11):44-47.
- [16]郑联盛,朱 鹤,钟 震.国外政府产业引导基金:特征、模式与启示[J].地方财政研究,2017(3):30-36.

(责任编辑:张佳睿)

Industrial Investment Funds in China: Characteristics , Problems and Countermeasures

Zheng Lian - sheng , Xia Shi - yuan , Ge Jia - li

(Institute of Finance and Banking , Chinese Academy of Social Sciences , Beijing 100028)

(Audit Research Institute , National Audit Office , Beijing 100086)

(SDIC Tronfund Investment , Shanghai 200030)

Abstract: After three stages of development , China ' s industrial fund sector mainly includes venture capital funds , government industrial funds and PPP funds , with limited liability partnership as the leading organizational model. Industrial investment funds have become an important part of China ' s financial system , providing financial support for innovation and entrepreneurship , the cultivation of emerging and strategic industries , economic restructuring , and forming a new paradigm of integration of industry and finance. However , China ' s industrial funds have the characteristics of strong government dominance , less private capital participation , weak policy guidance function and strong project financing attributes. There are problems such as shortage of assets , difficulty in financing , low returns , high debt pressure , and alienation of functions in the operation of the fund , and it has caused risks such as the expansion of local government assets , the increase in hidden debts , and the complexity of the financial system. In the future , it is necessary to clarify the boundary , strengthen guidance , focus on the market , rely on the industry , and control the bottom line to achieve the long - term and stable development of China ' s industrial funds.

Keywords: Industrial Investment Funds; Function Alienation; Financial Risk